

全球金融

不期而至的金融危机，全球范围内的大规模救助，新一轮加强监管的浪潮，全球金融体系如何在自由和风险之间寻求再平衡，中国如何吸取教训，善用金融？

何处寻求再平衡

廖岷◎著



中信出版社·CHINACITICPRESS

全球金融

廖岷◎著

何处寻求再平衡

中信出版社
CHINA CITIC PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

全球金融何处寻求再平衡/廖岷著. —北京: 中信出版社, 2010. 10

ISBN 978 - 7 - 5086 - 2317 - 7

I. 全… II. ①廖… III. 金融体系 - 监管制度 - 研究 - 世界 IV. F831

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 178481 号

全球金融何处寻求再平衡

QUANQIU JINRONG HECHU XUNQIU ZAIPINGHENG

著 者: 廖 岷

策划推广: 中信出版社 + 《比较》编辑室

出版发行: 中信出版集团股份有限公司 (北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承 印 者: 北京诚信伟业印刷有限公司

开 本: 787mm × 1092mm 1/16 印 张: 19 字 数: 248 千字

版 次: 2010 年 10 月第 1 版 印 次: 2010 年 10 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5086 - 2317 - 7/F · 2084

定 价: 38.00 元

版权所有 · 侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

<http://www.publish.citic.com>

E-mail: sales@citicpub.com

author@citicpub.com

服务热线: 010-84849283

服务传真: 010-84849000

致 谢

本书观点和看法的形成得益于身边领导、同事及业内前辈、同行多年来点点滴滴的指导、启发，日常各种讨教、交流、探讨，他们的经验、思想和智慧使我受益匪浅。

在本书的写作当中，一些同事在资料的搜集、整理以及文稿的校对等方面给予了大力支持，在此我特别要向刘荣、慕相、杨东宁、胡美军、王睿、颜新秀、何野、刘鹏飞致以诚挚的谢意。

本书观点和看法，都是作者个人之见，不代表所在单位。其中如有错误、纰漏、片面之处，敬请尊敬的读者批评指正，不吝赐教。

把握六个平衡，寻找中国经济发展新动力

成思危

尽管中国的经济已经企稳回升，在世界各国共同努力之下，世界经济也正在走向复苏之路，但这是一条曲折、起伏的复苏之路。那么，在后金融危机时代，中国经济应该注意什么问题，才能得以持续健康发展？

2009年1月，我曾以“金融危机对中国和世界的影 响”为题，在第十三届中国资本市场论坛上谈到我对国际金融形势、国际经济形势的分析，并估计2011年世界经济应该能够实现复苏。当前很多人比较乐观地认为，世界经济已经基本上走出危机，但是从迪拜危机的发生可以看到，事情不是那么简单。应该说，尽管中国的经济已经企稳回升，在世界各国共同努力之下，世界经济也正在走向复苏之路，但这是一条曲折、起伏的复苏之路。

众所周知，金融体系的支撑倚赖于信用。信用体系有三种，即商业信用、金融信用和主权信用。商业信用和金融信用被破坏后，有一个恢复的过程，尽管对恢复时间要多长的估计如何不一，毕竟是比较容易恢复的，因为有政府支持，各国都采取各种政策来刺激经济。但是，由于主权国家不可能破产，主权信用一旦被破坏就比较麻烦。此轮金融危机中，主权信用危机开始出现在冰岛，国家资不抵债；然后出现在希腊，但普遍认为这个问题不太严重，可是迪拜出现问题后，主权信用问题的严重性就显现出来了。在迪拜负债的800亿美元中，迪拜世界（迪拜政府旗下的主权基金）负债就有590亿美元，当迪拜世界无法接到新债而被迫宣布无法偿还即将到期的50亿美元债务时，就引起许多债权人的担忧，掀起了轩然大波。但因国家无法破产，就只有重组债务，不管是通过延期还债、减息还债甚至

减债等哪种做法，都会对债权人造成损失，而这些债权人通常是其他国家的银行或主权基金，这势必对这些国家的经济乃至世界经济产生影响。现在看来，还可能有一些地方会发生主权债务危机，包括东欧和非洲的一些国家。所以说世界经济还是走在一个曲折起伏的复苏道路上，但是世界经济总体情况还是比较好的，几个大的经济体情况在好转之中。

从中国经济整体状况来看，2008年GDP增长一下从2007年的13%掉到9%（最近国家统计局更正为9.6%），2008年11月政府推出了4万亿的一揽子经济刺激计划，但也付出了相当大的代价。2009年实现“保八”应该没有问题，现在的关键问题是要保什么样的八？要想保一个踏踏实实、可持续发展的八，就必须注意和把握六个平衡：即储蓄和消费的平衡、外需和内需的平衡、金融创新和金融监管的平衡、虚拟经济和实体经济的平衡、经济增长和可持续发展的平衡、经济全球化和地区一体化的平衡。只有这样，中国经济、中国企业才能寻找到新的发展动力。

第一个平衡：储蓄和消费的平衡

二战后，美国人在消费主义的影响下大量借债，美国的金融系统在高杠杆率下运行，这一方面显现出美国金融效率之高，另一方面也埋下了高风险。美国商业银行的杠杆化率是8~12，投资银行的杠杆化率是25~40，两房（房地美、房利美）的杠杆化率更是高达62.5。这次全球金融危机就是由美国次贷开始，从债务危机发展到流动性危机，然后发展到信用危机，从美国向世界各国扩散，从虚拟经济领域向实体经济领域蔓延，导致全球经济衰退。

与此相对应的是，中国则是储蓄率太高，主要原因有三个。一是传统习惯；二是中国的社会保障体系不健全，储蓄是以防不时之需；三是缺乏投资的工具。有了钱想投资的话只能是股市或房市，而股市房市都有风险，大部分资金只能存到银行。

年前，中央经济工作会议提出要以扩大内需，特别是增加居民的消费性需求为重点，那么，要调动消费需求，就应把握储蓄和消费的平衡。所以，2010年首先需要做的，就是要为居民提供更多的消费产品，让大家能够进行消费；还要提供更多的投资工具，发展直接投资。

第二个平衡：内需和外需的平衡

众所周知，我国经济的快速发展一直是靠三驾马车——投资、消费和出口并驾齐驱，2007 年我国 GDP 增长为 13%，三者的贡献基本上还比较平衡，消费、投资和出口分别贡献了 39%、38%、23%。但是，此后的金融危机使外需（主要是发达国家的需求）大量减少，仅 2009 年一到三季度，外贸出口下降到 23% 左右，将近四分之一，对经济增长产生“拉后腿”的作用：以致一季度、上半年和一至三季度的消费对经济增长的贡献都是负的，分别是 -3.3%（-0.2/6.1）、-40.8%（-2.9/7.1），-46.8%（-3.6/7.7）。外需的减少给中国经济增长造成很大压力，只有把外需减少的部分通过内需的增加来吸收，才能够保持经济的平稳发展。

从原来世界格局来看，美英等金融业发达的国家向依靠制造业、资源业的国家大量借钱，在高杠杆率下进行运作赚钱，然后再买进资源和产品。金融危机发生以后，其金融系统的去杠杆化导致需求大量减少，必然使得我国产能过剩、工厂减产、失业人员增加，这个局面短期内并不容易扭转，这也就是我们为什么要转向依靠国内消费为主的原因。当然，要消费首先就要做到让群众能消费，就是要增加其购买力，否则增加消费就是一个空话。而增加群众购买力最重要的一点，是要增加工资性收入。短期来看，这是比较困难的，我认为要建立三个方面的制度：第一是要让人民群众的收入与经济增长同步增加。这是我 2006 年就讲过的一个问题，非常重要。第二是要建立随着企业效益增长提高职工工资的制度；第三是要考虑建立随着物价上涨调整工资的制度。此外还应提高个人所得税的起征点、提高低保补贴标准，推进信用消费。在我国，个人贷款只占 15% 以下，80% 以上是贷给政府和企业的，因此推进信用消费尚有很大空间。

其次是要让居民敢消费，就要完善社会保障体系，政府应在教育、医疗和住房等方面提供适度的社会保障。要让居民不至于为支付子女高额的择校费、看病难看病贵以及买不起房等问题犯难发愁。

最后是要让居民愿消费，这一方面要转变过于着重储蓄的传统习惯，另一方面要给居民提供新的消费产品。

第三个平衡：金融创新和金融监管的平衡

在融创新和金融监管是相互制约又相互促进的，既要稳步地推进金融

创新，同时要加强金融监管，特别是防止过度投机。金融监管应该做到合理、合法、适度、有效。首先监管要符合金融的规律；然后其次要依法监管；再次是监管要适度，监管松了可能会出问题，但是管得太紧就会阻碍创新；最后是监管要有效。监管的办法要能够影响人们的预期和行为。

今年1月8日，国务院原则同意开展融资融券试点和推出股指期货，这对我国金融发展会有更多的好处。现在企业都希望股市涨，投资者都希望股市涨，政府也希望股市涨，因为只有股市上涨才能赚到钱，但实际上没有只涨不跌的股市。如果没有做空的机制，没有融资融券的机制，股市就是一个单边市，这样对股市的发展是不利的。股指期货的推出也为股市建立了做空的机制。我担心股指期货推出的时候会如同创业板推出时一样，造成爆炒，所以监管机构对股指期货的要制定严密的规则。股指期货的风险比股票要大很多，到期就要交割。一般来说，经济实力较弱的个人投资者不适合做。所以股指期货开始推出时不宜让大量的散户进入市场。

第四个平衡：虚拟经济和实体经济的平衡

中国经济要得到持续稳定地增长和发展，虚拟经济与实体经济的平衡发展不容忽视。

据统计，全世界股市市值加上债权余额和金融衍生品未平仓的合约余额，总共将近600万亿美元，而全世界GDP才61万亿美元，如此大的虚拟经济规模带来了大量的风险。金融危机发生以后，估计西方国家的虚拟经济规模会减小，特别是对金融衍生品加强监管。但对我国而言，虚拟经济的规模与实体经济的规模现在还不到2:1，所以，我国的虚拟经济还应适当发展，这也是为什么需要进一步推动金融创新的原因。当然，关于虚拟经济和实体经济的比例多少才适当，目前还没有一个准确的结论。

目前我国多层次资本市场已初步形成。主板市场正在成熟。根据我们的研究，在2001年以前，我国主板市场基本上与实体经济联系不大；2001~2005年，这种联系有所加强；2005年股改开始以后到现在，股市的经济晴雨表作用方逐步显现，这就说明中国的股市在成熟。而且自1990年以来，我国股市月增长率是世界最高的，这与同期内我国经济年均增长速度世界最高的表现基本同步。但我们的研究也发现，中国股市是资金推动型，一旦资金供应下降，股市就会受到很大的影响。

目前资本市场的问题还在于，我国的创业板和中小企业板还是两个板，这在当今世界是独一无二的。因此，两板相互之间作用重叠、关系不明确的问题需要妥善解决。至于三板市场，本来它有两个作用一是收容所，上市公司从主板退下来可以在三板挂牌，这样投资者才可以交易；二是孵化器还没有公开上市的公司可以在三板挂牌交易。据我了解，三板的交易并不活跃，卖出的股票很少，交易量也不多。原因是：第一，我国的上市公司退市比例不大；第二，真正在在三板挂牌上市的企业都是希望将来能够上市，因此不大愿意卖出其股票。由此看来，整个股市作为我国的一个重要直接投资场所仍需要不断完善。

当然，债市的发展，特别是债市缺乏短期债的问题也需要考虑。原来发债的规定是按总量管理，这样就没有人愿意发短期债。我在人大常委会任副委员长的时候，一直呼吁改成余额管理，2006年改过来了。但是现在看短期债还是不多。众所周知，商业银行为了慎重起见，对中小企业和民营企业贷款的审核都比较严，但资金是企业的血液，没有血液企业怎么活，而短期债的最大特点就是给企业提供资金支撑，所以短期债的问题是需要关注的重要问题。

同样需要关注和研究的还有票据问题。现在，我国的主要票据还是银行票据，其发行也存在一些问题，特别是从2008年第四季度开始到2009年第一季度，票据大量增加。据我了解，这个增长并不是一个好现象。因为很多国有大企业出票时并没有真实的交易为基础，拿到钱后给自己的二级公司去还贷。大家都知道，票据的利息是比较低的，半年期的票据在当时只有4%，甚至更低。二级公司拿票据融资得到的资金去还贷就可减少其财务费用，造成了一种无功的循环。另外，由于国有企业通过票据拿到大量的钱，还有地方政府所拿到国家的资金和配套的贷款，一时没有办法用出去，就容易走到股市、房市上去，这是我们一定要注意的一个现象。

第五个平衡：经济增长和可持续发展的平衡

金融危机过后，我认为，中国不应该再继续追求过高的经济增长速度。目前我国经济增长主要还是靠投资拉动，去年一到三季度GDP增长7.7%，仅靠投资拉动所占比例就达7.3%，这样就容易导致产能过剩、产品积压、效率降低，资源浪费。我们必须要考虑过去为经济增长所付出的生态、环

境和资源代价。我们曾对 2005 年做过一个测算，当年 GDP 增长为 10.4%，而环境成本占 GDP 的比重却是 13.5%。如果不注意可持续发展，不注意环境成本，我们就会把这些环境债务留给子孙后代。所以，无论如何，对可持续发展的关注和认识必须要提到重要层面。

第六个平衡：经济全球化和地区一体化的平衡

经济全球化和地区一体化这两个平台是相辅相成、互相促进的。我们都看到，“10+1”（东盟 10 国加中国）之间的自由贸易区已经在今年初正式启动，“10+2”（加日本、韩国）也在推进，如果东亚的“10+3”（东盟 10 国加中、日、韩）自由贸易区可以实现，那么届时其 GDP 总和将占世界的 20%，仅次于欧盟和北美（欧盟现在占 28%，北美占 25%），东亚将成为世界经济的第三极，这样就会逐渐形成一个多极化的世界，将有利于世界的和平与发展。当然这需要一个过程，在这个过程中，人民币将会起到重要作用。但是，我不认为人民币的国际化速度能够很快，因为这牵扯到很多政治因素。

综上所述，我们应当从这六个平衡中来寻找新的动力和机遇，对遇到的具体问题进行深入的思考。

廖岷同志的《全球金融何处寻求再平衡》，梳理了此次金融危机的根源，在此基础上分析了欧盟、美国、英国等主要国家和地区正在推行的金融监管改革及其可能带来的影响，并探讨了中国金融业如何以此次危机为鉴，把握好金融创新和金融监管的平衡、虚拟经济和实体经济的平衡，让金融在中国经济增长和可持续发展中发挥良性作用。恰好与我的观点有相契之处，是以我的这篇已发表文章^①作为代序，供读者参考。

^① 原文发表于《资本市场》，2010 年 2 月，第 8～11 页。

前 言

对这次全球金融危机历时近三年的研究和跟踪，从中获得了很多思考和感悟。无论是从宏观层面，还是从微观层面，或者是从危机的孕育到危机的爆发、扩散的路径来分析这场看似非常复杂、影响极其广泛的金融危机的原因，各国金融当局均认识到：金融风险是金融体系与生俱来的特征，只能管理，不能消除。2007年肇始于美国次级房屋按揭抵押贷款的全球金融风险尽管因为资产证券化和影子银行体系，表现出了严重的系统性和网络性特征，从而有别于历史上的金融危机，但其实质是完全一样的，甚至可以说是经济和金融全球化过程中风险积累的必然结果：市场繁荣和竞争压力下市场纪律和金融机构自律的放松，金融创新和金融体系某些结构变化带来的挑战超过了现有风险管理和监管的应对强度及能力，甚至是一些我们习以为常的固有风险管理和监管工具、手段和理念也发出了很多误导性的信号。

然而，尽管我们很大程度上已经看透了这次金融危机，但依然难以找到根本和彻底的解决之道，因为所有的问题其实都源于众多无法解决的冲突和矛盾：经济、金融全球化的好坏两面性之间的冲突；金融创新活动的好坏两面性之间的冲突；金融体系服务实体经济长远持续发展和金融机构自身获取短期巨额利益之间的矛盾；运用金融工具来管理未来不确定性的努力与这些工具本身所带来的新风险及不确定性之间的矛盾；现代经济金融理论的理性人假说与现实市场环境中人类不断重犯错误的动物性之间的矛盾；现代金融市场追求信息完备和共享的努力与信息变得更加不对称的现实之间的矛盾；金融监管利弊之间的矛盾，等等。这些矛盾和冲突的解决只能依靠我们真正按照市场的需要，在金融创新和金融监管之间寻求一

种平衡，这种平衡不仅是动态的，而且是永无止境的。它类似我们从事“呼啦圈”运动时实现的那种平衡，只能通过培育市场每一个参与者产生控制风险的意愿，并推动整个金融体系产生风险收敛的效果来维持和实现。在这个过程中，任何市场参与者，包括经营机构、中介机构和监管者行为的变化，都有可能打破这种“动态”的金融稳定，或者推动金融体系在新的水平上实现新的平衡。

金融市场中矛盾和冲突的解决需要寻求一种动态平衡，也就意味着没有一个绝对的正确答案。这次危机让我们充分感受到了寻求平衡的过程比最终实现这种平衡更加困难，前者不仅受到现实市场环境的直接影响，还更多地受到了很多非经济金融因素的干扰，特别是各国国内政治上的考量和妥协，最为典型的就是最重要的美国和英国监管体制的最终改革方案或方向：这两个国家的监管体制改革方案或设计，并不是管理其金融风险、提升其金融治理水平、解决其金融监管重叠或空白问题的最佳专业选择，而是国内政治力量的较力和妥协。再比如，我们看到的关于复杂金融衍生产品的风险管理和监管之争，其中对决策发挥了重大影响的是各种既得利益团体的强烈反抗和游说，而不是冷静、理性的专业思考。

金融风险和管理永远都不可能在课堂上或书本中学会，因此，发达国家酝酿的这场金融危机对于我国金融从业人员来说，是千载难逢的活素材：我们需要用冷静、理性和专业的眼光，深刻认识很多问题的本质，并对照我们金融市场的发展，进行彻底反思。

这次金融危机让我们更加坚信：任何国家在发展和使用金融杠杆手段的时候，必须坚持善用金融的理念，在不断培育金融市场自身发展的同时，风险管理和监管的水平及技术必须同比例地提升或加强。对金融机构的监管，必须确保随着其经营活动的风险程度的上升，成本也要阶梯式地上升，这包括动态资本金、拨备、流动性风险管理成本、信息科技、人员投入以及全部管理成本，等等。对于金融创新活动，监管者必须在鼓励的同时，给出清晰的边界；对于跨行业的风险传递，要给予重点关注并作出合理的制度安排。

同样的金融风险问题往往周而复始，可是我们管理和缓释金融风险的手段必须不断更新，因为虽然风险的实质是一样的，但产生风险的市场环

境已经发生了很大变化。比如，新的金融风险的网络化和系统化特征越来越明显，风险传递的速度和范围也完全不同，但我们在风险管理或监管过程中的信息收集，特别是信息处理和分析能力并没有实现同步前进，这是所有金融机构或监管者在试图应对新的金融风险时，首先需要克服的软肋。

另外，金融市场各个参与者表现出来的行为特点，即人类的“动物性”也在周而复始，虽然利益冲突所表现的形式可能发生了很多变化。在这场危机中我们不幸地看到，在金融创新的各个环节中，无论是普通金融消费者、商业银行、投资银行、保险公司还是信用评级公司，都因为利益而不甘寂寞、不守本分和不忠于职守，我们不得不前所未有地重视单个机构看似合理和理性的行为可能对整个金融系统带来的影响。尽管我们过去一直就非常重视金融风险的传递和外溢，但这次我们认识到，我们完全需要从新的宏观审慎角度和系统性角度来考虑这个问题的解决。

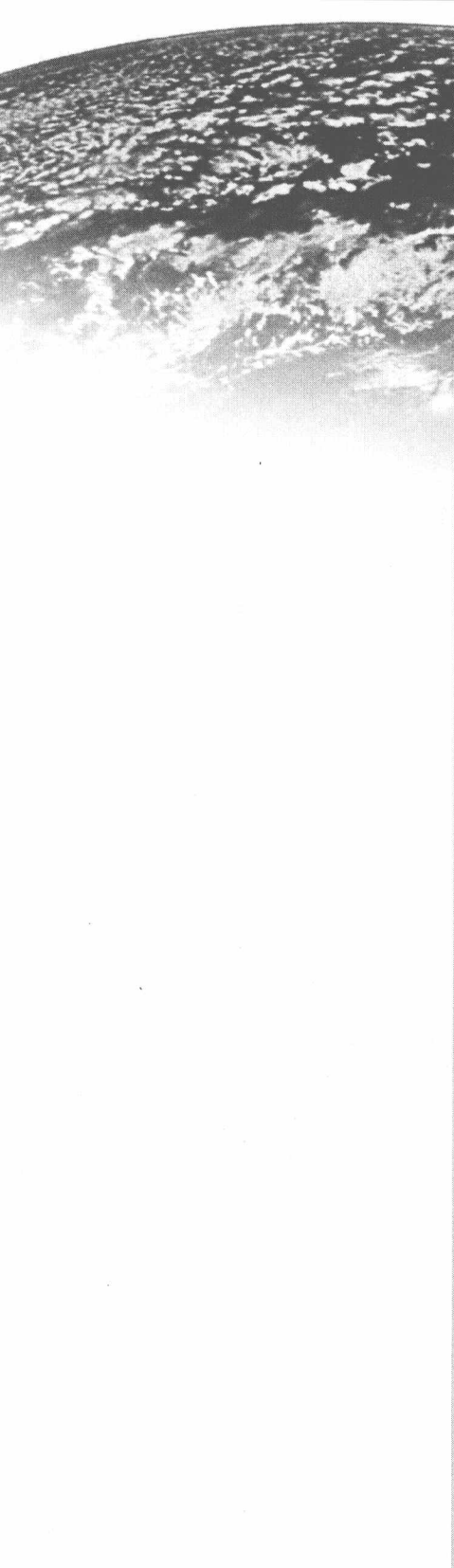
这次金融危机在伤及众多无辜金融机构的同时，也殃及更为广泛和无辜的金融消费者，强化金融机构行为监管的问题也得到了全球广泛的认可：对于商业银行，我们需要在强化审慎监管的同时，提升行为监管的强度和频率；对于投资银行，我们也需要考虑强化审慎的风险监管。

迄今为止，这场金融危机还给我们留下了很多没有解决的问题：在经济和金融重新走向繁荣的时候，这次经强化的金融风险管理和监管制度安排是否能够引导市场纪律得以恢复并发挥作用？竞争能否使市场纪律充分发挥作用以惩罚失败者，包括让大而不能倒的机构在必要的时候接受市场的惩罚？金融体系在普遍的有限责任制下的道德风险是否能够彻底避免？传统的公司治理如何在金融机构的结构、产品和业务更加复杂化的趋势下，真正发挥其应有的作用？在进一步享受全球化带来的金融资源跨境流动与高效配置的好处的同时，是否能够建立起跨境金融风险快速处置的机制？如何较好地协调金融风险的全球化监管与各国和各地地区的监管分化问题？

就此而言，各国和各地地区的探索还将继续。我们在2010年上半年不断看到全球很多更新、更深入的反思和探索，有理论和学术界的，有各国风险管理和监管实践的。我们对所有未知领域的认识也在不断深化，很多改革建议正在完成细节的设计和推动实施的过程中，这些都将提升未来全球金融体系的韧性和抗风险能力。当然，我们也看到了很多让人非常担心的

问题：金融监管反思的动力正在减退；一些国家和地区金融监管反思的分化趋势更为明显；一些监管改革方案缺乏可操作性，甚至可能影响这些国家和地区的监管效率及有效性；一些金融机构追逐短期盈利的行为和记忆力短暂的毛病正在重现，所有这些都是非常危险的，是我们可能浪费这次金融危机，重新走上风险循环之路的危险信号。

金融危机对我国金融业的直接影响比较小，但随着全球金融监管制度层面的讨论不断深入，我们可能受到的影响正在不断增大。面对这种情况，在考虑完善我国金融风险管理和监管之道时，必须既克服盲从心态，又避免盲目自大倾向，立足我国金融业现实，针对最突出的矛盾和系统性风险问题认真研究和设计。“纸上得来终觉浅，绝知此事要躬行”，只有通过不断实践、认识、再实践和再认识，才能找到实现和维护我国金融稳定持续发展的科学之路。



目录

代序 / VII

前言 / XIII

| 第一篇 |

危机概述

第一章 不期而至的危机 / 3

第二章 危机的恶化和蔓延 / 44

第三章 危机的救助 / 66

| 第二篇 |

金融危机缘何产生

第四章 过于宽松的制度环境 / 87

第五章 金融市场的赌博行为 / 97

第六章 金融创新的泛滥 / 112

| 第三篇 |

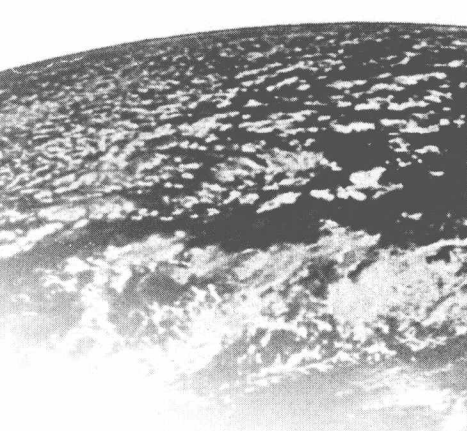
金融监管大变革

第七章 为什么需要金融监管 / 133

第八章 欧美的金融监管改革 / 147

第九章 宏观审慎监管和系统性风险 / 181

第十章 资本监管 / 191



- 第十一章 公司治理与薪酬激励 / 199
- 第十二章 大型金融机构监管 / 216
- 第十三章 流动性风险监管 / 222
- 第十四章 金融创新和衍生产品监管 / 229
- 第十五章 其他监管改革 / 239
- 第十六章 对当前金融监管改革的思考 / 247

| 第四篇 |

我国的银行业监管

- 第十七章 我国银行业监管实践与探索 / 255
- 第十八章 金融市场治理与经济可持续发展 / 267

参考文献 / 281



第一篇 | 危机概述 |

You can't go looking for solutions to a problem by appealing to the same ideas that brought about the problem.

Albert Einstein

你不能用导致了问题的旧有思维方式来解决问题。

爱因斯坦